

Bonos Corporativos

Monitor de Ratios Financieros con
balances al primer semestre de 2017

www.cucchiara.com.ar

juan@cucchiara.sba.com.ar

Deuda privada: totalmente desapalancado

- Uno de los principales rasgos positivos de nuestra economía es el bajo nivel de endeudamiento del sector privado en moneda extranjera.
- Reduce los riesgos asociados a un eventual desequilibrio en el balance de pagos.
- El aislamiento financiero de los últimos años provocó que muchas compañías locales trabajen con capital propio. Contamos con varias empresas de primera línea con muy bajos niveles de apalancamiento.
- En los últimos trimestres, tanto el sector público como el privado retornaron a los mercados de deuda.
- Si bien durante el 2016 subió la deuda privada financiera, la deuda privada comercial cayó. También se cancelaron las obligaciones por dividendos impagos. La deuda neta en dólares del sector privado se mantuvo estable en año pasado. Recién este año comenzó a crecer muy lentamente.
- En términos del PBI, la deuda externa privada ronda el 11%. Niveles muy manejables. Por eso estamos viendo que muchas empresas salen al mercado internacional.
- La caída del riesgo país, la salida del default soberano y la abultada liquidez internacional provocaron que los rendimientos de la renta fija corporativa local caigan marcadamente.

- El incremento del endeudamiento del sector privado en el exterior apenas comenzó. Tasas extremadamente bajas son un buen incentivo a la inversión.
- El punto de partida es realmente bajo. Las empresas están aprovechando la ventanilla del crédito internacional luego de mucho tiempo.
- El costo de fondeo recién ahora comienza a ser competitivo para las empresas locales.

Gráfico II.1 Obligaciones con el exterior del sector privado

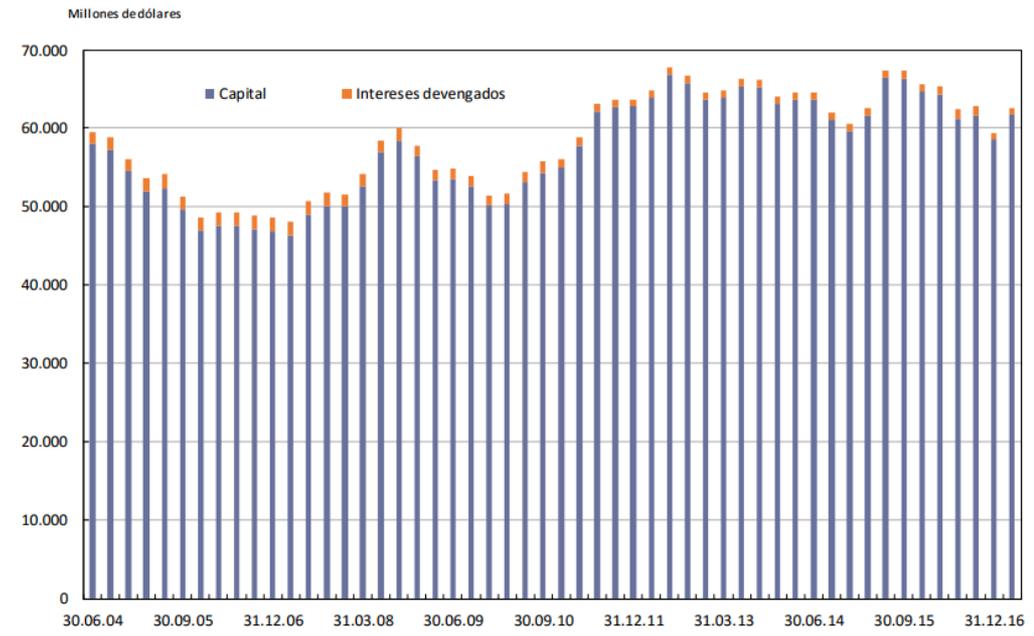
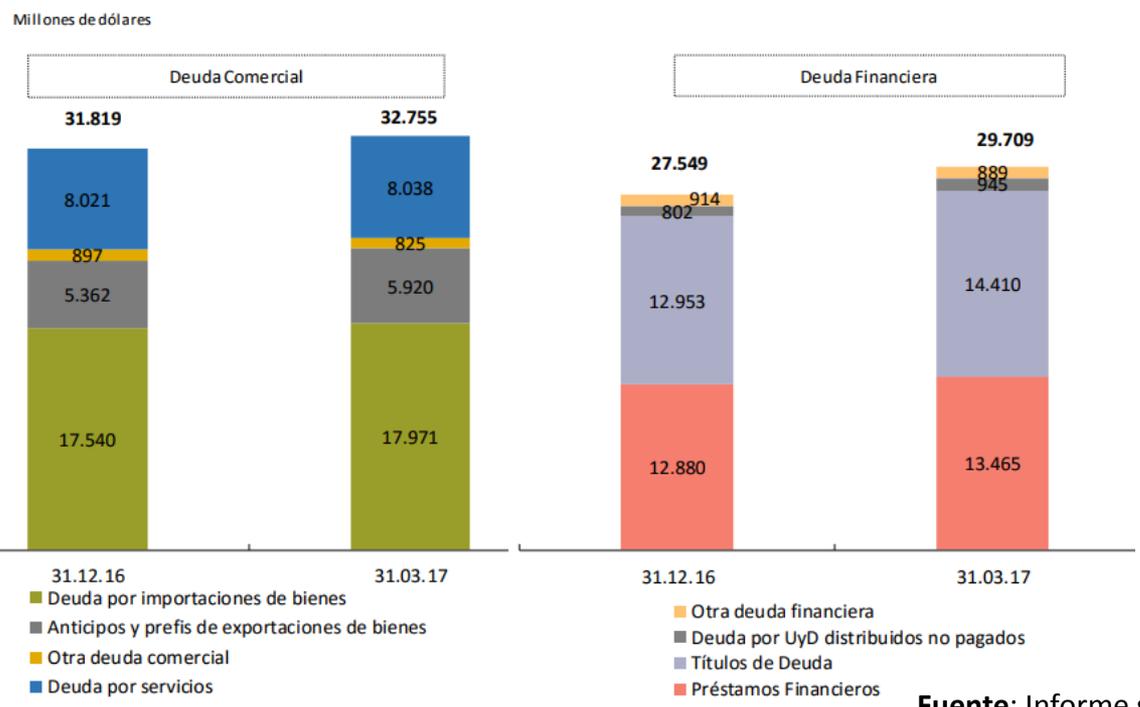


Gráfico III.1 Obligaciones con el exterior del sector privado por tipo de deuda



Fuente: Informe sobre deuda externa del sector privado. Marzo-17 BCRA

Opciones en deuda corporativa

- Buenos rendimientos en la coyuntura actual, por encima de empresas comparables de otros países emergentes, incorporan parte del riesgo país argentino.
- La calificación de nuestro país (por debajo de comparables latinoamericanos) levanta el piso de rendimientos en bonos corporativos
- Exentas de impuesto a las ganancias y gravadas en bienes personales.
- El diferencial de tasa contra bonos de empresas extranjeras se incrementa al considerar el impuesto a las ganancias. Un tercio del cupón de un bono corporativo no argentino se lo queda el Estado Nacional.
- Hay varias alternativas para diversificar cartera. Bancos, Constructoras, Energéticas, Petroleras, Consumo Masivo, Servicios, Energía Renovables, etc.
- Plazos con limitado riesgo de suba de tasas a nivel global. Muchas opciones de duration corta y mediana.
- Los rendimientos se acercaron durante el último tiempo a los bonos soberanos, los spreads se comprimieron. El atractivo hoy es simplemente una cuestión de diversificación y un diferencial muy pequeño de rendimientos.

Nombre	Vto	TIR	Cupón
YPF	ago-18	4,19	8,815
METROGAS	dic-18	4,97	8,875
IRSA	ago-20	4,90	5,000
HIPOTECARIO	nov-20	4,94	9,750
PANAMERICAN ENERGY	may-21	4,29	7,875
CABLEVISION	jun-21	3,95	6,500
MA STELLONE HERMANOS	jul-21	4,20	12,625
RAGHSA	jul-21	5,26	8,500
CIA GENERAL COMBUSTIBLES	nov-21	7,51	9,500
GENNEIA	ene-22	6,86	8,750
EDENOR	oct-22	5,05	9,750
IRSA PROP COME	mar-23	5,08	8,750
ARCOR	jul-23	4,15	6,000
CLISA	jul-23	7,91	9,500
PAMPA ENERGIA	jul-23	4,51	7,375
ARCOS DORADOS	sep-23	4,46	6,625
RAGHSA	mar-24	5,98	7,250
YPF	abr-24	5,23	8,750
CAPEX	may-24	6,27	6,875
YPF	jul-25	5,83	8,500
BANCO GALICIA	jul-26	5,00	8,250
BANCO MACRO	nov-26	5,44	6,750
PAMPA ENERGIA	ene-27	6,18	7,500
AEROPUERTOS ARGENTINA 200	feb-27	5,55	6,875
ARCOS DORADOS	abr-27	5,40	5,875

Monitor financiero: Balances primer semestre 2017

- Hay emisiones de empresas con bajos niveles de deuda en relación al capital y reducidos pagos de intereses en relación a su flujo de fondos.
- Ejercicio teórico: Nos olvidamos por un momento que son argentinas e imaginamos que son compañías que desempeñan su actividad en países bien calificados. Luego, las reclasificamos según parámetros internacionales de riesgo crediticio.
- Para monitorear las compañías no financieras, se suelen utilizar tres ratios:
 - EBITDA/Intereses: Mide la cobertura de intereses, cuantas veces la empresa cubre los intereses de sus deudas financieras con su EBITDA (resultado operativo sumado amortizaciones y depreciaciones)*
 - Deuda financiera Neta/EBITDA: Mide el tamaño de la deuda financiera neta (se resta el efectivo y equivalentes) en relación al EBITDA. No es otra caso que la capacidad de repago de las deudas utilizando el flujo del negocio.*
 - Deuda financiera Neta/PN: Mide el tamaño de la deuda financiera neta en relación al Patrimonio. Es el grado de apalancamiento de la compañía.*
- Para monitorear los bancos, ajustamos un poco los ratios dado que los flujos de intereses son parte del negocio. En lugar de la deuda utilizamos el monto emitido en obligaciones negociables. En lugar del EBITDA utilizamos el resultado neto (sin contemplar obviamente los intereses de la propia ON).

Buenos ratios para elegir

- Como se puede observar, se pueden obtener rendimientos entre el 4% y 6% en empresas sanas (comparar con el cuadro previo de rendimientos por título). Si busco rendimientos por encima del 7%, ya debo elegir empresas con peores ratios financieros. La cuestión fundamental es que las empresas locales recuperaron la capacidad de refinanciamiento en el exterior.

- Las compañías ya no están obligadas a tener que utilizar el flujo del negocio para amortizar el capital (aunque podrían hacerlo si les resulta conveniente).

- *CGC: Petrolera recién en su etapa temprana de exploración. Directa o indirectamente, el grupo Corporación América (Eurnekian) controla la empresa.

datos en millones de dólares	Comparación parametros de rating internacional						
	1S- 2017						
Empresa	EBITDA	Intereses	Deuda Fin. Neta	PN	EBITDA/ Intereses	Deuda Fin. Neta/EBITDA	Deuda Fin. Neta/PN
YPF	\$ 3.875	\$ 778	\$ 8.213	\$ 7.771	4,98	2,12	1,06
AEROPUERTOS ARG	\$ 304	\$ 39	\$ 210	\$ 320	7,75	0,69	0,66
PAN AMERICAN	\$ 1.167	\$ 83	\$ 1.443	\$ 5.253	14,13	1,24	0,27
ARCOR	\$ 258	\$ 101	\$ 527	\$ 469	2,57	2,04	1,12
ARCOS DORADOS	\$ 240	\$ 120	\$ 416	\$ 411	2,00	1,73	1,01
RAGHSA*	\$ 29	\$ 12	\$ 52	\$ 375	2,47	1,80	0,14
METROGAS	\$ 96	\$ 43	\$ 143	\$ 483	2,26	1,49	0,30
CLISA	\$ 142	\$ 88	\$ 326	\$ 29	1,61	2,29	11,06
GENNIA	\$ 108	\$ 51	\$ 418	\$ 182	2,11	3,85	2,30
MASTELLONE	\$ 82	\$ 26	\$ 274	\$ 232	3,12	3,34	1,18
CGC	\$ 24	\$ 31	\$ 362	\$ 49	0,75	15,34	7,34
CAPEX	\$ 106	\$ 41	\$ 150	\$ 220	2,57	1,42	0,68
PAMPA	\$ 962	\$ 302	\$ 2.127	\$ 1.029	3,18	2,21	2,07

Bancos	1S- 2017						
	Resultado Neto	Intereses ON	ON	PN	Result Neto/ Intereses	ON/Result Neto	Deuda Fin. Neta/PN
MACRO	\$ 525	\$ 53	\$ 708	\$ 2.239	9,90	1,35	0,32
GALICIA	\$ 520	\$ 90	\$ 1.205	\$ 1.472	5,75	2,32	0,82
HIPOTECARIO	\$ 108	\$ 30	\$ 408	\$ 418	3,60	3,78	0,98

*Bancos: Resultado Neto en lugar de Ebitda, y sólo contemplamos en intereses y en deuda financiera a la correspondiente a las ON